

株式投資単位の引き下げが株式の出来高に与える影響について

兼 杉 明 法
池 田 義 男

I. はじめに

1990年以降、東京証券取引所は株式市場活性化の一環として、上場企業各社に対して株式投資単位の引き下げ¹を要請してきた。また、2001年の商法改正によって、単位株制度の廃止と単元株制度への移行や、投資単位の引き下げを実施する際法律上の制約の一部緩和や、法律上の手続きの簡素化が行われた。これを機に、株式投資単位を引き下げる企業がここ数年急増してきている。従来の単位株制度のもとでは、額面50円の株式の場合には1000株単位の取引しかできなかったが、この改正により、1000株から100株あるいは1000株から500株のように、企業が比較的自由に株式投資単位を設定・変更できるようになった。株式投資単位の引き下げは一般に、株式投資に最低限必要とされる投資金額を引き下げることによって、少額の投資資金しか持ち合わせない個人投資家の株式投資への参入機会を増やし、株式の市場性²を高め、株価上昇や株価の安定化を図るという効果が期待されている。株価低迷の現状打開策としてここ数年多くの企業が株式投資単位の引き下げを実施しているのは、これらの効果を目論んでのことであろう³。

株式投資単位の引き下げの効果に関しては、Merton [1987] や Amihud, Mendelson and Uno [1999] をはじめとする先行研究によって理論的・実証的証拠が積み上げられている。例えば、Merton [1987] では、株式の市場性の高まりがその企業の市場価値、すなわち、株価の上昇をもたらすという命題が理論的に提示され、Amihud, Mendelson and Uno [1999] では、東京証券取引所における株式

投資単位の引き下げが株式市場におよぼす影響について、投資家数の増加をもたらすとともに株価を上昇させるという実証的証拠が提示されている。

本稿は、株式の市場性の最も重要な指標ともいえる出来高に焦点を当てて、株式取引単位の引き下げが当該企業株式の出来高ひいては市場性にどのような影響を与えているのかを実証的に明らかにしようとするものである。なお、株式投資単位の引き下げが出来高に与える影響に関しては、Merton [1987] や Amihud, Mendelson and Uno [1999] をはじめとする先行研究の中には、直接的あるいは明示的に提示されていないことを付け加えておく。

本稿では、IIにおいて株式投資単位の制度と株式投資単位の引き下げがどれだけ現在までに実施されているのかを概説し、IIIにおいてMerton [1987] や Amihud, Mendelson and Uno [1999] をはじめとする先行研究をレビューしている。そして、IVにおいて株式取引単位の引き下げが当該企業の出来高ひいては株式の市場性にどのような影響を与えているのかを実証的に検証するためのリサーチデザインならびに調査対象サンプルを提示し、Vにおいてその結果を解釈し、VIにおいてまとめと今後の課題を述べている。

II. 株式投資単位の制度と株式投資単位引き下げの実施状況

i) 株式投資単位の制度

1982年の商法改正以降、株式売買は単位株制度のもとで行われてきた。単位株制度とは、株券の

1 株式取引単位の引き下げは、「くくり直し」とも呼ばれる。

2 市場性とは、ある特定の証券が売買される際の円滑さの度合い（速度と容易さ）である。

3 株式投資単位の引き下げとは方法が異なるが、同様の効果が期待されるものに株式分割がある。株式投資単位の引き下げを実施する企業には、比較的1株当たりの純資産額が低額である企業が多いのに対して、株式分割を実施する企業には、1株当たりの純資産額が5万円を超えるような比較的1株当たりの純資産額が高額である企業が多い。

額面合計5万円を売買の最小単位として扱う制度のことである。このような制度がとられていたのは、額面株式については株券額面合計が5万円あるいは1単位あたりの純資産が5万円以上になるように、無額面株式については株式の純資産合計が5万円以上になるようにまとめて取引するように商法上規定されていたことによる。しかし、2001年10月1日に行われた商法改正によって、単位株制度が廃止されて単元株制度に移行することとなった。単元株制度とは、株式の売買や議決権の行使に必要な最低株式数である単元株を株式売買の最小単位とする制度である。なお、1単元となる株式数は、取締役会の決議により定款で企業が自由に決めることができ、単位株制度から単元株制度への移行時に単元株数をあらたに設定しなかった企業は、単位株制度によって決められていた売買単位の株式数がそのまま1単元として引き継がれている。例えば、単位株制度のもとで1000株を1単位として売買単位にしていた企業では、単元株制度移行時にあらたに設定を行なわなかった場合、1000株が1単元ということになる。

ii) 株式投資単位引き下げの実施状況

以下の図表1⁴は、1991年度から2003年度までに株式投資単位の引き下げを実施した企業の推移を示した表である。1990年以降継続的に、株式市場の活性化の一環として、東京証券取引所が株式投資単位の引き下げを上場企業に要請していたが1990年度から1993年度限りまでは実施する企業がそれほど多くなかった。しかしながら、バブル崩壊後の株価低迷が慢性化してきた1994年度あたりから、その打開策として株式投資単位の引き下げを実施する企業が増加し、そして2001年10月に単位株制度の廃止と単元株制度への移行・投資単位の引き下げを実施する際の法律上の制約の一部緩和・法律上の手続きの簡素化を内容とする商法の改正が行なわれると、そうした企業の動きにさらに拍車がかかってきた。今後はさらに多くの企業が株式取引単位の引き下げを実施することが予測される。

<図表1>株式投資単位引き下げ実施企業（2003年7月31日現在）

年度	実施企業数(社)
1991	11
1992	6
1993	6
1994	26
1995	15
1996	25
1997	21
1998	16
1999	29
2000	59
2001	71
2002	87
2003	21
合計	393

(出所：東京証券取引所「投資単位引下げ実施会社数推移」を一部修正のうえ作成)

以下に示す図表2は、1991年度から2003年度までに株式投資単位の引き下げを実施した393社を、その引き下げ内容別に分類した表である。株式投資単位の引き下げは、1000株から100株へ引き下げるという内容で最も多く実施されている。

<図表2>株式投資単位引き下げ実施内容別分類（2003年7月31日現在）

実施前(株)	実施後(株)	実施企業数(社)
1000	100	307
1000	500	43
100	10	28
100	50	5
50	10	7
2000	100	2
500	100	1

(出所：東京証券取引所「くくり直し実施会社一覧」より一部修正のうえ作成)

Ⅲ. 先行研究のレビュー

本稿でレビューした先行研究は以下のとおりである。

4 1990年度以前に株式投資単位を引き下げた企業は存在しない。また、2003年度は7月31日現在までに株式投資単位の引き下げを実施した企業の数である。

i) Merton[1987]

Merton[1987]は、市場性が乏しい企業の株式は投資対象として投資家に認知されにくいために、市場性の乏しい分だけ価値が割り引いて評価されるという仮説を理論的に提示している。これは反対に言えば、株式の市場性が高まれば、多くの投資家に投資対象として認知され、これまで割り引かれていた部分の評価を改善することができ、つまりは、株価上昇につながるということになる。

ii) Amihud, Mendelson and Lauterbach[1997]

Amihud, Mendelson and Lauterbach[1997]では、Merton[1987]の仮説に基づき、テルアビブ株式市場における市場性と株価の関係について実証研究をおこなっている。テルアビブ証券取引所では1987年4月に、それまで一日に一度だけしか株式の売買が行えない制度になっていたが、上場株式の市場性を高めるための制度改革により、一日に何度でも売買ができる制度へと移行した。Amihudらはこうした取引制度の移行が株価に与える影響を調査し、市場モデル調整後の累積残差リターンが取引制度移行後には取引制度移行前に比べて統計的に有意に平均5.5%上昇しているという結果を得ている。これは、市場性を高めることによって株価を上昇させることができるというMerton[1987]の仮説を支持する結果である。

iii) Amihud, Mendelson and Uno[1999]

Amihud, Mendelson and Uno[1999]では、日本における投資単位の引き下げが株価に及ぼす影響を、東京証券取引所上場で株式投資単位変更を実施した66銘柄（2000株から1000株へと引き下げられた1銘柄、1000株から500株へと引き下げられた6銘柄、1000株から100株へと引き下げられた58銘柄、100株から10株へと引き下げられた1銘柄の合計66銘柄）について実証的に検証している。Amihudらはこの研究において、株式投資単位の引き下げは個人株主の増加をもたらすとともに、市場モデル調整後の累積残差リターンが株式投資単位変更後では変更前と比較して統計的に有意に上昇している、つまりは、該当銘柄の株価が有意に上昇しているというAmihud, Mendelson and Lauterbach[1997]と同様の結果を得ている。これら一連の結果を通じてAmihudらはMerton[1987]の仮説は支

持できるものであると結論づけている。

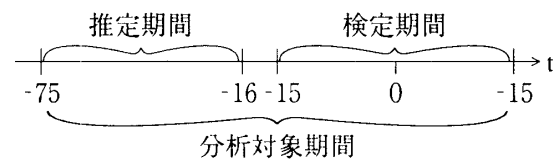
IV. リサーチデザイン

Ⅲでレビューした先行研究はいずれも、企業が投資単位の引き下げを実施すると、実施前には市場性が乏しかった分だけ割り引かれていた株価が実施後には市場性が改善された分だけ高くなることを報告している。本研究では、株式投資単位の引き下げによる市場性の改善状況を、出来高に焦点を当てて分析することによって検討する。分析手法は、株式投資単位の引き下げ実施開始日とその前後15取引日の合計31取引日のうち、どの日の出来高が統計的に有意に31取引日の平均出来高を上回っているのかについて検証する日次別分析と、株式投資単位引き下げ実施前15取引日に対して実施開始日を含む実施後16取引日の出来高平均に統計的に差があるのかを検証する実施前後の比較分析からなる。

i) 日次別分析の手順

日次分析の手順は以下の①～⑥のとおりである。

①株式投資単位の引き下げ実施開始日を日次0 ($t=0$)とし、その前後15取引日を出来高反応の検定期間 ($-15 \leq t \leq 15$)、検定期間の前60取引日を個別銘柄*i*の出来高と市場全体の出来高の連動関係を推定する推定期間 ($-75 \leq t \leq -16$)とする。



②個別銘柄*i*ごとに、推定期間 ($-75 \leq t \leq -16$)における個別銘柄*i*の出来高と市場全体の出来高との連動関係を(1)式の線形回帰により推定する。線形回帰によって推定された α と β は、個別銘柄*i*の出来高のうちの一般経済情報の反映部分であり、個別企業情報に反応したと考えられる部分を抽出するためには、一般経済情報の部分を控除しなければならない(市場モデル)。ただし、(1)式によって回帰推定を適正に行うことができないと判断されるような場合、具体的には、 β がゼロであると

いう帰無仮説を両側10%の有意水準で棄却できないような場合には、たとえ以降の手続きにより残差を算出しても、その残差が個別企業情報の反映部分になっていることに疑念が持たれるため、調査対象サンプルから除外する。以降では、 β がゼロであるという帰無仮説を両側10%の有意水準で棄却できるサンプルを「市場モデル有効サンプル」、 β がゼロであるという帰無仮説を両側10%の有意水準で棄却できないようなサンプルを「市場モデル無効サンプル」と分類することにする。

$$V_{it} = \alpha_i + \beta_i V_{mt} + u_{it} \quad (1)$$

V_{it} : 銘柄*i*の日次*t*における出来高

V_{mt} : 日次*t*における市場総出来高

③市場モデル有効サンプルである銘柄*i*ごとに、また、検定期間 ($-15 \leq t \leq 15$) の日次*t*ごとに、(1)式で推定されたパラメータ α と β にもとづいて(2)式を計算することにより、個別銘柄*i*の出来高のうちの一般経済情報の反映部分を控除し、個別の企業情報のみの反映部分である残差を抽出する。

$$u_{it} = V_{it} - (\alpha_i + \beta_i V_{mt}) \quad (2)$$

u_{it} : 銘柄*i*の日次*t*における出来高残差

④発行済み株式総数や市場に流通している株式数をはじめとする企業間差異に起因して、出来高残差の水準は個別銘柄*i*ごとに異なる。こうした要因による影響を取り除くため、(3)式のように出来高残差を標準化することによって企業間差異を考慮した標準化出来高残差に換算する。

$$U_{it} = \frac{u_{it} - \text{検定期間の } u_{it} \text{ の平均}}{\text{検定期間の } u_{it} \text{ の標準偏差}} \quad (3)$$

U_{it} : 銘柄*i*の日次*t*における標準化出来高残差

⑤(4)式のとおり、検定期間 ($-15 \leq t \leq 15$) の日次*t*ごとに、標準化出来高残差を平均する。

$$U_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N U_{it} \quad (4)$$

N : サンプル数

U_t : 日次*t*における日次別標準化出来高残差の平均

⑥検定期間 ($-15 \leq t \leq 15$) の平均出来高と比較して各日次の出来高に統計的に有意な差があるのかどうかを、つぎのような(5)式によって算定された検定統計量を用いて検定する。

$$t_t^P = \frac{U_t}{\frac{S_t}{\sqrt{N-1}}} \quad (5)$$

S_t : 日次*t*における日次別標準化出来高残差平均の標準偏差

ii) 実施前後の比較分析の手順

実施前後の比較分析の手順については、日次別分析の手順①～⑤により算出された日次*t*における日次別標準化出来高残差の平均から、株式投資単位引き下げ実施前15取引日 ($-15 \leq t \leq -1$) の標準化出来高残差の平均と、実施後16取引日 ($0 \leq t \leq 15$) の標準化出来高残差の平均を算定し、両者の標準化出来高残差の平均に統計的に有意な差があるのかを(8)式によって計算された検定統計量を用いて検定する。

$$U_A = \frac{1}{16} \sum_{t=0}^{15} U_t \quad (6)$$

$$U_B = \frac{1}{15} \sum_{t=-15}^{-1} U_t \quad (7)$$

$$\rho = \frac{U_A - U_B}{\sqrt{\frac{\sigma_A}{16} + \frac{\sigma_B}{15}}} \quad (8)$$

U_A : 株式投資単位引き下げ実施後16取引日の標準化出来高残差平均

U_B : 株式投資単位引き下げ実施前15取引日の標準化出来高残差平均

σ_A : 株式投資単位引き下げ実施後16取引日の標準化出来高残差の分散

σ_B : 株式投資単位引き下げ実施前15取引日の標準化出来高残差の分散

iii) 調査対象サンプル

本稿では、以下の①～⑤の要件を満たす203銘柄のうちの市場モデル有効サンプル94銘柄を調査対象サンプルとして日次別分析と実施前後の比較分析を実施している。なお、①～⑤の要件を満たす203銘柄については資料1、市場モデル有効サン

ル94銘柄については資料2を参考されたい。

①東京証券取引所第1部または第2部に上場している銘柄であること。

②1991年1月1日から2002年12月6日までの間に、株式投資単位の引き下げを実施している銘柄であること。調査開始を1991年1月1日からとしたのは、これ以前には株式投資単位の変更を実施した銘柄がなかったこと、また、調査終了を2002年12月6日までとしたのは、入手できる個別銘柄出来高データや市場総出来高データが2002年12月30日までであり、かつ、検定期間を15取引日とする必要があったことによる。なお、株式投資単位引き下げを実施した銘柄の情報は東京証券取引所のホームページ⁵より入手し、個別銘柄出来高データや市場総出来高データは東洋経済新報社『株価CD-ROM 2003』より入手した。ただし、『株価CD-ROM2003』により入手が不可能であった銘柄に関しては調査対象サンプルから除外した。

③株式投資単位の引き下げ内容には2003年8月末現在では、2000株単位→1000株単位、1000株単位→500株単位、1000株単位→100株単位、500株単位→100株単位、100株単位→10株単位、100株単位→50株単位、50株単位→10株単位の7種類がある。これらすべての種類の株式投資単位引き下げ内容を混在させて分析することは、それぞれの種類ごと取引コストの影響が異なる可能性があるため、類別して分析を行う必要があると考えられる。しかしながら2003年8月末現在では、1000株単位→100株単位の株式投資単位引き下げ内容以外の6種類の事例はそれほど多くないため、その影響について定量的に分析することは不可能である。したがって本稿では、1000株単位→100株単位の株式投資単位引き下げ内容についてのみ調査対象サンプルとして取り扱うことにした。

④分析対象期間中に合併などにより企業構成に大きな変更がある銘柄は調査対象サンプルから除外している。

⑤株式投資単位の引き下げを実施する手続き上、実施前の数日間について取引が停止されていた企業がいくつか存在するが、その場合には、停止されていた日を分析対象期間から除外している。たとえば、株式投資単位の引き下げ実施前3取引日について取引が停止されているような銘柄の場合には、推定期間を $-78 \leq t \leq -19$ 、検定期間を $-18 \leq t \leq -4$ と $0 \leq t \leq 15$ としている。なお、通常の取引日であるにもかかわらず出来高がない場合には、出来高を0として取り扱っている。

V. 分析結果と解釈

i) 日次別分析の結果

日次別分析の結果は以下のとおりである。

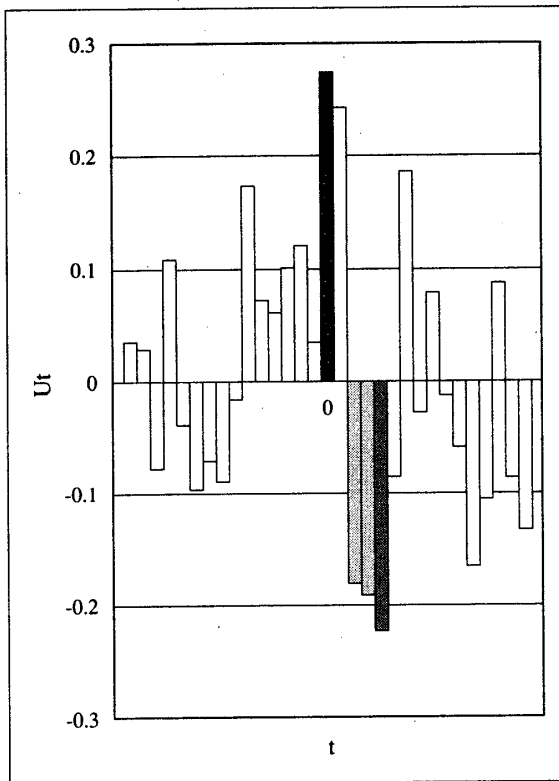
<図表3-1>日次別分析の結果—数値

t	U_t
-15	0.035525
-14	0.029171
-13	-0.07823
-12	0.10852
-11	-0.03834
-10	-0.09746
-9	-0.07124
-8	-0.08984
-7	-0.01611
-6	0.17291
-5	0.07202
-4	0.06121
-3	0.10040
-2	0.11985
-1	0.03477
0	0.27366***
1	0.24217
2	-0.18145*
3	-0.19262*
4	-0.22416**
5	-0.08578
6	0.18529
7	-0.02845
8	0.07860
9	-0.01335
10	-0.05939
11	-0.16651
12	-0.10628
13	0.08727
14	-0.08710
15	-0.13411

1%有意*** 2%有意** 5%有意*

5 <http://www.tse.or.jp/>

<図表3-2>日次分析の結果—グラフ



株式投資単位引き下げ実施前15取引日 ($-15 \leq t \leq -1$) においては、検定期間 ($-15 \leq t \leq 15$) 31取引日の平均出来高を統計的に有意に上回っていたり、あるいは、下回っていたりする日は存在しない。

株式投資単位引き下げ実施開始日 ($t=0$) においては、1%の有意水準で検定期間31取引日の平均出来高を上回り、かつ、出来高が検定期間31取引日中最大になっている。

株式投資単位実施開始後1取引日目から15取引日目 ($1 \leq t \leq 15$) をみてみると、2取引日目と3取引日目 ($2 \leq t \leq 3$) には、5%の有意水準で検定期間31取引日の平均出来高を下回り、4取引日目 ($t=4$) には2%の有意水準で検定期間31取引日の平均出来高を下回り、かつ、出来高が検定期間31取引日中最小になっている。それ以外の日においては、統計的には検定期間31取引日の平均出来高を上回ったり、あるいは、下回っていたりする日は存在しない。

ii) 実施前後の比較分析の結果

株式投資単位引き下げ実施前後の比較分析の結果は以下のとおりである。

$$U_A = -0.02576$$

$$U_B = 0.02288$$

$$\rho = \frac{U_A - U_B}{\sqrt{\frac{\sigma_A}{16} + \frac{\sigma_B}{15}}} = -0.108405$$

$$-t_{0.05} (= -2.06865) < \rho$$

$$t_{0.05} (= 2.06865) > \rho$$

上記の検定結果によれば、株式取引単位引き下げ実施前15取引日 ($-15 \leq t \leq -1$) の平均出来高と株式取引単位引き下げ実施後16取引日 ($0 \leq t \leq 15$) の平均出来高には大きさに統計的に有意な差は認められない。

iii) 解釈

日次別分析と実施前後の比較分析の結果を解釈するとつぎのとおりである。

①日次別分析において、株式投資単位引き下げ実施開始日に1%の有意水準で検定期間31取引日の平均出来高を上回り、かつ、出来高が検定期間31取引日中最大になっているという結果を得た。これは、株式投資単位引き下げによって株式の市場性が高まりその分だけ株価が上昇するのではないかという投資家の期待が、株式投資単位引き下げ実施開始日の出来高に現れたものと解釈できる。

②日次分析において、2取引日目と3取引日目に5%の有意水準で検定期間31取引日の平均出来高を下回り、4取引日目において2%の有意水準で検定期間31取引日の平均出来高を下回り、かつ、出来高が検定期間31取引日中最小になっているという結果を得た。これは①で指摘した株式投資単位引き下げによる株価の期待上昇分が、実施後即座に織り込まれてしまったためと解釈できる。

③実施前後の比較分析において、株式取引単位引き下げ実施前の平均出来高と実施後の平均出来高には大きさに統計的に有意な差は認められないという結果を得た。これは、株式投資単位引き下げが実施後の出来高を継続的に高めているわけではないと解釈できる。

④①～③を総合すると、株式投資単位の引き下げの影響は、実施後の出来高を継続的に高めるといった形で現れるのではなく、実施開始直後に短期集中的かつ大きな出来高を生み出すといった形で現れるということがいえる。

VI. むすび

株式投資単位引き下げには、株式投資に最低限必要とされる投資金額を引き下げることによって、少額の投資資金しか持ち合わせない個人投資家の株式投資への参入機会を増やし、株式の市場性を高め、株価上昇や株価の安定化を図るという効果が期待されている。本稿では、出来高を分析することによって株式投資単位の引き下げが実施直後の出来高を高めるということが確認された。今後、株式投資単位の引き下げを予定している企業はかなり多く、これらの企業にもこうした効果が期待される。

最後に、株式投資単位の引き下げに関する研究で残された課題について触れておくことにする。第一に、企業が株式投資単位引き下げを実施することを公表したときにすでに、実施後に株価が市場性の改善の分だけ上昇するだろうということを投資家が織り込んで、実施前に投資している可能性がある。この部分についても株式投資単位引き下げの効果であるので検証する必要がある。第二に、株式投資単位の引き下げは、1000株単位から100株単位をはじめとして7種類の引き下げ内容がある。今回は分析するうえで必要なサンプル数が確保できないために1000株単位から100株単位への引き下げ内容についてのみ取り扱ったが、その他の引き下げ内容についても、効果に差異があるのか否かを分析する必要がある。また、株式投資単位の引き下げと同様の効果があるとされる株式の分割についてもその効果に差異があるのか否かについてあわせて分析する必要がある。第三に、Amihud, Mendelson, and Uno [1999] がとりあげて以降、多くの企業が株式投資単位の引き下げを実施している。株価についても最新のサンプルでその効果を検証する必要がある。

参考資料

<資料1> 調査対象企業一覧 (203社)

CSK、図研、マブチモーター、応用地質、ファミリーマート、コナミ、新日本空調、アイチコーポレーション、ホギメディカル、東京製鐵、新井組、ヨークベニマル、ピーエス、日本基礎技術、住友電設、東京応化工業、鳥居薬品、リンナイ、SMC、キーエンス、新光電気工業、ヨロズ、テンアライド、青山商事、クレディセゾン、ゼビオ、明電エンジニアリング、ナムコ、バイタルネット、ショーボンド建設、極東開発工業、デオデオ、TKC、しまむら、ミニストップ、アイワ、ライト工業、ヒロセ電機、アドバンテスト、アコム、オリックス、川商ジェコス、前澤工業、日栄、サトー、菱食、三井ハイテック、ピジョン、ケーヨー、オリエンタル建設、新川、富士通電装、日本電波工業、クラヤ三星堂、ヤオコー、日立ソフトウェアエンジニアリング、トランス・コスモス、メイテック、イエローハット、ミスミ、サカタのタネ、富士ソフトABC、鳥忠、京セラ、コカ・コーラウェストジャパン、アデランス、マスプロ工業、ニッタ、三浦工業、シスメックス、コジマ、富士通ビジネスシステム、ユニ・チャーム、アオキインターナショナル、明和地所、日本電子計算、伊藤園、ユニオンツール、三益半導体工業、コナカ、浜松ホトニクス、平和、エンプラス、双葉電子工業、東京精密、ローランド、コメリ、日立キャピタル、データ通信システム、シマノ、スミダコーポレーション、Olympic、日清食品、オービック、アルゴ21、富士通サポートアンドサービス、東急コミュニケーション、ローム、ハピネット、トッパンフォームズ、住友不動産販売、日本システムウェア、因幡電機産業、廣濟堂、サイゼリヤ、シーイーシー、西松屋チェーン、日本ビジネスコンピューター、加ト吉、テルモ、田谷、日立ビジネスソリューション、大豊工業、TDK、松下通信工業、ヨコオ、東京電波、山一電機、村田製作所、日東電工、ニチコン、KOA、トヨタ自動車、ゼンショー、トーマンエレクトロニクス、マクニカ、バンダイ、東京エレクトロン、日本ユニシス、サンリオ、リコーリース、名糖運輸、ダイヤモンドコンピューターサービス、住商情報システム、日立情報システムズ、アイネス、松屋フーズ、HOYA、TIS、東陽テクニカ、麒麟ビバレッジ、カゴメ、信越化学工

業、豊田自動織機、日東工業、ミツミ電機、パイオニア、デンソー、本田技研工業、豊田合成、丸文、リョーサン、加賀電子、ソラン、カワニシ、タチエス、ダイヤモンドリース、三井情報開発、中電工、荒川化学工業、アライドマテリアル、住商リース、ヒューテクノオリン、キューピー、成和産業、山之内製薬、エーザイ、ノーリツ、森精機製作所、アルパイン、尾家産業、すかいらく、大丸エナウイン、ジャパン建材、山武、ケーヒン、丸井、エスアールエル、日商エレクトロニクス、雪国まいたけ、イズミ、ユーストア、マックスパリュ東北、イオン、不二製油、ハウス食品、萬有製薬、栗田工業、富士通機電、シモジマ商事、伊勢丹、共和レザー、イビデン、日本カーリット、三共、第一製薬、中外製薬、参天製薬、日本金銭機械、前澤給装工業、ナナオ、ホシデン、日立マクセル、日産自動車、エフテック、関東自動車工業、アイシン精機、愛三工業、八千代ムセン電機、ヤマハ、コクヨ、ムトウ、武田薬品工業、タカラ、フタバ産業、エフ・デイ・シー・プロダクツ、昭和シェル石油、伊藤忠エネクス、立飛企業、扶桑レクセル、サンゲツ、東京放送、ヤスハラケミカル。

<資料2>市場モデル有効サンプル (94社)

東京応化工業、リンナイ、日東工業、山一電機、日産自動車、フタバ産業、シモジマ商事、ハピネット、トランス・コスモス、CSK、ナムコ、イエローハット、雪国まいたけ、日本基礎技術、ショーボンド建設、キリンビバレッジ、ホギメディカル、武田薬品工業、三浦工業、日本電波工業、松下通信工業、東京電波、トヨタ自動車、愛三工業、八千代ムセン電機、東京精密、トミー、バンダイ、東陽テクニカ、アデランス、すかいらく、ヨークベニマル、しまむら、名糖運輸、明電エンジニア、メイテック、因幡電産、サカタのタネ、中電工、新日本空調、不二製油、キューピー、ハウス食品、ダイオ化成、信越化学、三共、山之内製薬、第一製薬、エーザイ、参天製薬、テルモ、森精機、SMC、アイチ、栗田工業、扶桑レクセ、大豊工業、富士通電装、アイワ、TDK、ミツミ電機、パイオニア、ヒロセ電機、山武、キーエンス、デンソー、ローム、新光電気工業、京セラ、村田製作所、双葉電子、関東自動車工業、ケーヒン、ア

イシン精機、豊田合成、タカラ、ファミリーマート、東京エレクトロン、サンゲツ、サンリオ、リョーサン、デオデオ、アオキ、伊勢丹、丸井、イオン、イズミ、ゼビオ、日栄、住商リース、日立ソフトエンジニアリング、エスアールエル、日商エレクトロニクス、バイタルネット。

参考文献

- Amihud, Yakov and Haim Mendelson, 1986, Asset Pricing and The Bid - Ask Spread, *Journal of Financial Economics*, Vol.17, pp.223-249.
- Amihud, Yakov and Haim Mendelson, 1991, Volatility, Efficiency, and Trading: Evidence from the Japanese Stock Market, *The Journal of Finance*, Vol.46, pp.1765-1789.
- Amihud, Yakov, Haim Mendelson and Beni Lauterbach, 1997, Market Micro-structure and Securities Values: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange, *Journal of Financial Economics*, Vol.45, pp.365-390.
- Amihud, Yakov, Haim Mendelson, and Jun Uno, 1999, Number of Shareholders and Stock Prices: Evidence from Japan, *The Journal of Finance*, Vol.54, pp.1169-1184.
- Amihud, Yakov, 2002, Illiquidity and Stock returns: Cross Section and Time-series Effects, *Journal of Financial Markets*, Vol.5, pp.31-56.
- Ball, Ray, and Philip Brown, 1968, An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, pp.103-178.
- Beaver, William H., 1968, The Information Contents of Annual Earnings Announcements, *Journal of Accounting Research*, Vol. 6 (Supplement), pp.67-92.
- Bolton, Patrick and Ernst-Ludwig Von Thadden, 1998, Blocks, Liquidity, and Corporate Control, *The Journal of Finance*, Vol.53, pp.1-25.
- Merton, Robert C., 1987, A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information, *The Journal of Finance*, Vol. 42, pp. 483-511.
- 新井武広(1991)「株式投資者層の拡大に向けてー上場書基準の改正概要ー」、*資本市場*No.69, pp.

- 84-91。
- 石川博行 (2000) 「連結会計情報と株価形成」千倉書房。
- 音川和久 (1999) 「会計方針と株式市場」千倉書房。
- 亀谷英敬 (1993) 「投資単位引き下げに対する優遇・緩和措置の見直しに伴う上場諸規制の改正について」、証券1993.5、pp.6-26。
- 桜井久勝 (1991) 「会計利益情報の有用性」、千倉書房。
- 佐藤光夫 (1991) 「株式投資層の拡大について—商法改正などへの対応—」、資本市場No.66、pp.15-33。
- 鈴木裕之 (1989) 「単位株制度の集結が証券市場に及ぼす影響について」、資本市場No.47、pp.36-43。
- 全国証券取引所・日本証券業協会 (2001) 「株式投資単位の引き下げ促進に向けたアクション・プログラム」、証券2001.10、pp.37-40。
- 竹中正明 (1993) 「単位としての株式再論—取引単位としての視点から—」、法学研究66巻12号、pp.213-242。
- 谷川寧彦 (2002)、「マーケット・マイクロストラクチャーと市場性」、柳川範之、齋藤誠編『市場性の経済学』、東洋経済新報社。
- 長谷川勲 (1991) 「株式投資単位引き下げのための上場諸基準等の改正」、証券1991.5、pp.7-22。
- 林勇 (1999) 「単位株制度・端株制度」、判例タイムズNo.1012、pp.86-95。
- ピントドサントス、ジョゼミゲル (1999) 「株主数の決定要因」、広島大学経済論叢第23巻第1・2号、pp.117-129。